

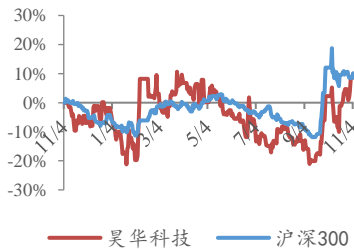
中化蓝天并表，氟化工产业链补强

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-06

收盘价（元）	34.12
近12个月最高/最低（元）	34.35/24.45
总股本（百万股）	1109
流通股本（百万股）	911
流通股比例（%）	82.15
总市值（亿元）	378
流通市值（亿元）	311

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 二季度环比改善，中化蓝天即将并表 2024-09-03
- 发行股份购买资产获批复，打造全球氟化工综合企业 2024-06-24
- 三季度盈利韧性强，新材料项目储备丰富 2023-10-31

主要观点：

● 事件描述

10月30日，昊华科技发布2024年第三季度报告。中化蓝天并入后，公司2024前三季度实现营收102.07亿元（其中中化蓝天49.46亿元），同比-11.61%；实现归母净利润8.51亿元（其中中化蓝天3.28亿元），同比-18.60%；实现扣非归母净利润5.78亿元，同比-14.60%。

第三季度，公司单季度实现营收36.70亿元（其中中化蓝天18.14亿元），同比-2.02%，环比+98.79%；归母净利润3.15亿元（其中中化蓝天1.63亿元），同比+53.40%，环比+35.05%；扣非净利润2.09亿元，同比+17.39%，环比-10.10%。

● 氟材料电子化学品承压，高端制造化工材料抵御周期波动能力强

三季度单季度销售毛利率20.30%，同比-5.76pct，环比-7.74pct；净利率7.71%，同比-1.64pct，环比-4.95pct。中化蓝天并入后，综合毛利率同比+1.06pct，季度实现同比增长。高端氟材料板块，受氟化工行业周期性下行影响，含氟聚合物产品下跌原料上涨，产品盈利能力下降，但产销实现增长，以量补价取得一定成效。电子化学品板块销量、市场份额增长，但受含氟电子气体价格下滑等影响导致利润下滑。高端制造化工材料板块抵御行业周期波动能力较强，产品种类多小批量，下游应用广泛，特种涂料表现亮眼。碳减排围绕工业排放气综合利用推进工程总承包业务，加快拓展低碳化工、清洁能源新技术应用领域，提升整体盈利能力，相关科技成果涌现。

价格方面，根据公司经营数据，24Q3含氟气体/橡胶密封制品/特种轮胎/聚氨酯新材料/特种涂料价格环比+19.78%/+153.84%/-47.26%/+263.15%/-9.44%。价格变化有所分化。

产销量方面，各产品产销量环比基本实现增长。24Q3含氟气体销量同比/环比分别+85.94%/+61.74%；橡胶密封型材销量同比/环比-47.14%/+19.59%；特种轮胎销量同比/环比+12.20%/+13.37%；聚氨酯新材料销量同比/环比-16.98%/-5.47%；特种涂料销量同比/环比+23.53%/-6.68%。

费用端，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率环比+1.31pct/-0.53pct/-1.44pct/+0.37pct。

● 中化蓝天并表显著提升公司盈利，氟化工板块业务结构优化

中化蓝天并入大幅提高公司盈利表现。中化蓝天100%股权已全部过户登记至公司名下，变更登记手续已办理完毕，中化蓝天成为公司全资子公司，2024年7月起纳入合并报表范围。中化蓝天的并入有效提

升公司盈利能力，优化业务结构和抗风险能力，公司前三季度营收、归母净利润较并入前提升 93.96%、62.82%；单季度营收、归母净利润提升 95.32%、105.31%。目前中化蓝天与公司一体化整合进展顺利且优势显著，将进一步深入推动产研供销建一体化，形成良好产业链互补和协同。

中化蓝天业务优势明显。中化蓝天业务主要分为氟碳、氟精细、锂电材料、氟聚合物板块。今年以来经营状况良好，充分利用配额生产。效益显著提升，主要得益于一是制冷剂受配额政策促产销，盈利能力大幅提升；二是 PVDF 差异化竞争，巩固锂电优势并积极开拓制品、涂料等传统领域，提升高附加值产品比例；三是电解液强化技术营销，开拓优质客户和优质项目，优化工艺降本显著。

● **产品结构持续优化，公司进入高速增长期**

公司研发底蕴深厚，着力“全面打造科技昊华”，已成为明显的研发创新驱动的平台型材料公司，同时聚焦高端化、差异化，产品结构持续优化，周期性减弱。高质量科技成果加速涌现，六项科技成果经鉴定达到国际先进水平。

公司积极扩展产能布局，重点项目有序推进。昊华气体西南电子特种气体项目已开工建设；曙光院 10 万条/年民航轮胎项目、西南院清洁能源催化材料产业化基地项目试生产；中化蓝天电子材料(郴州)有限公司年产 1000 吨全氟烯烃项目开展土建及安装施工；晨光院 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目、黎明院 46600 吨/年专用新材料项目和相关原材料产业化能力建设项目开展土建等工作。

● **投资建议**

预计公司 2024-2026 年归母净利润 12.35、17.52、18.25 亿元，EPS 1.11/1.58/1.65 元，对应 PE 为 31.03X/21.87X/20.99X。维持买入评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7852	12635	17557	20830
收入同比 (%)	-13.4%	60.9%	39.0%	18.6%
归属母公司净利润	900	1235	1752	1825
净利润同比 (%)	-22.8%	37.2%	41.9%	4.2%
毛利率 (%)	26.7%	24.7%	24.4%	22.9%
ROE (%)	10.5%	7.4%	9.5%	9.0%
每股收益 (元)	0.99	1.11	1.58	1.65
P/E	30.78	31.03	21.87	20.99
P/B	3.26	2.29	2.08	1.89
EV/EBITDA	20.56	18.47	13.44	13.39

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7533	16041	20389	22117	营业收入	7852	12635	17557	20830
现金	2695	7260	9924	9475	营业成本	5760	9515	13278	16061
应收账款	1566	2994	3346	4176	营业税金及附加	81	119	165	196
其他应收款	379	448	780	677	销售费用	166	246	339	402
预付账款	229	515	686	780	管理费用	623	957	1293	1534
存货	990	1977	2163	2845	财务费用	2	102	67	47
其他流动资产	1674	2847	3491	4165	资产减值损失	-43	-10	-12	-13
非流动资产	8229	9258	10034	10413	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	192	211	235	257	投资净收益	21	39	62	74
固定资产	4653	5091	5277	5298	营业利润	922	1330	1887	1966
无形资产	1006	1065	1125	1158	营业外收入	245	0	0	0
其他非流动资产	2377	2891	3397	3700	营业外支出	198	0	0	0
资产总计	15762	25299	30423	32530	利润总额	970	1330	1887	1966
流动负债	4275	5548	8813	8982	所得税	69	95	135	141
短期借款	491	601	710	654	净利润	900	1235	1752	1825
应付账款	1692	1794	3388	3342	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2091	3153	4714	4985	归属母公司净利润	900	1235	1752	1825
非流动负债	2929	3031	3139	3252	EBITDA	1348	1834	2340	2386
长期借款	2019	2120	2226	2337	EPS (元)	0.99	1.11	1.58	1.65
其他非流动负债	911	912	913	915					
负债合计	7204	8580	11951	12233					
少数股东权益	23	24	24	24	主要财务比率				
股本	911	1109	1109	1109	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2573	9618	9618	9618	成长能力				
留存收益	5051	5970	7721	9546	营业收入	-13.4%	60.9%	39.0%	18.6%
归属母公司股东权益	8535	16696	18448	20273	营业利润	-27.9%	44.2%	41.9%	4.2%
负债和股东权益	15762	25299	30423	32530	归属于母公司净利润	-22.8%	37.2%	41.9%	4.2%
					获利能力				
现金流量表					毛利率 (%)	26.7%	24.7%	24.4%	22.9%
					净利率 (%)	11.5%	9.8%	10.0%	8.8%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE (%)	10.5%	7.4%	9.5%	9.0%
经营活动现金流	1092	-1013	3747	392	ROIC (%)	7.3%	6.3%	7.8%	7.3%
净利润	900	1235	1752	1825	偿债能力				
折旧摊销	473	507	523	538	资产负债率 (%)	45.7%	33.9%	39.3%	37.6%
财务费用	42	129	140	146	净负债比率 (%)	84.2%	51.3%	64.7%	60.3%
投资损失	-21	-39	-62	-74	流动比率	1.76	2.89	2.31	2.46
营运资金变动	-304	-2780	1470	-1952	速动比率	1.40	2.37	1.93	1.99
其他经营现金流	1207	3949	206	3686	营运能力				
投资活动现金流	-951	-1431	-1161	-752	总资产周转率	0.50	0.62	0.63	0.66
资本支出	-1007	-1409	-1161	-770	应收账款周转率	4.76	5.54	5.54	5.54
长期投资	3	-63	-63	-57	应付账款周转率	4.00	5.46	5.12	4.77
其他投资现金流	53	41	63	75	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-146	7009	77	-89	每股收益	0.99	1.11	1.58	1.65
短期借款	-386	110	110	-56	每股经营现金流薄)	0.99	-0.91	3.38	0.35
长期借款	841	101	106	111	每股净资产	9.36	15.06	16.64	18.29
普通股增加	0	197	0	0	估值比率				
资本公积增加	15	7045	0	0	P/E	30.78	31.03	21.87	20.99
其他筹资现金流	-616	-443	-138	-145	P/B	3.26	2.29	2.08	1.89
现金净增加额	-3	4565	2664	-449	EV/EBITDA	20.56	18.47	13.44	13.39

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。